

Ngành **Xây dựng** **Chờ đợi khung pháp lý rõ ràng hơn**

Đánh giá **TRUNG LẬP**

Nội dung

1. Đầu tư công cần chính sách mạnh mẽ hơn
2. Khu vực FDI & tư nhân trong nước thúc đẩy xây dựng công nghiệp và thương mại
3. Nguồn cung nhà ở quyết định tăng trưởng thị trường
4. Yếu tố rủi ro
5. Cổ phiếu khuyến nghị: PC1

Cổ phiếu khuyến nghị

PC1: TĂNG TỶ TRỌNG (29,600đ/ 25%)

	2018F	2019F	2020F
PE (x)	8.0	12.3	9.3
PB (x)	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	5.5	8.6	7.4
DY (%)	0%	0%	0%
EPS (VND)	2,954	2,317	2,964
BPS (VND)	28,638	30,955	33,919

- Tiềm năng từ khối lượng backlog lớn mảng xây lắp điện
- Thủy điện giúp cải thiện chất lượng thu nhập

Quan điểm đầu tư:

- **Đầu tư công cần những chính sách mạnh mẽ hơn.** Tháng 06/2018, Nghị định 63/2018/NĐ-CP về các dự án PPP (thay thế Nghị định 15/2015) đã được ban hành, tập trung vào việc phân quyền kiểm soát của Nhà nước bằng cách trao quyền nhiều hơn cho chính quyền địa phương. Tuy nhiên, các ưu đãi cụ thể cho các nhà đầu tư về cam kết doanh thu, bảo lãnh nợ hoặc tỷ giá hối đoái và các giải pháp để cân bằng lợi ích và hạn chế xung đột giữa chính phủ, nhà đầu tư và người dùng cuối đã không được đề cập. Ngoài ra, vẫn chưa có Nghị định mới về thanh toán BT, làm tiến độ của nhiều dự án cơ sở hạ tầng BT bị trì hoãn.
- **Khu vực FDI & tư nhân trong nước thúc đẩy xây dựng công nghiệp và thương mại.** Năm 2019, khi CPTPP có hiệu lực và xung đột thương mại Mỹ-Trung ngày càng gay gắt, ngành sản xuất và chế biến sẽ có cơ hội thu hút đầu tư lớn từ cả khu vực FDI và tư nhân trong nước.
- **Nguồn cung nhà ở quyết định tăng trưởng thị trường.** Do những điều chỉnh trong thủ tục chuyển đổi đất của các dự án bất động sản, các nhà phát triển dự án không thể nhận được sổ đỏ của các khu đất, vốn là điều kiện bắt buộc để triển khai bán hàng, dẫn đến các dự án bị đình trệ.

Rủi ro:

- **Quá trình sửa đổi thủ tục.** Hiện nay, vấn đề lớn nhất đối với thị trường bất động sản nhà ở là quyền chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất nông nghiệp và đất công. Và không có cơ sở để dự đoán được khi nào việc sửa đổi sẽ xong.
- **Thảm họa thiên nhiên.** Một số yếu tố bên ngoài bất ngờ như thiếu nguồn cung quặng sắt vì sự cố vỡ đập ở Brazil có thể dẫn đến giá nguyên vật liệu gia tăng đáng kể, làm thu hẹp biên lợi nhuận của các công ty xây dựng.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi tin rằng trong dài hạn, ngành xây dựng có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đô thị hóa, dân số trẻ và thu nhập bình quân đầu người được cải thiện. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, khung pháp lý và các quy định cần phải được làm rõ để tái khởi động lại cơ sở hạ tầng và các dự án bất động sản đang bị đình trệ. Do đó, chúng tôi đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** cho triển vọng ngành xây dựng cho nửa sau 2019.
- Cổ phiếu khuyến nghị: **PC1**

Chu Đức Vĩnh

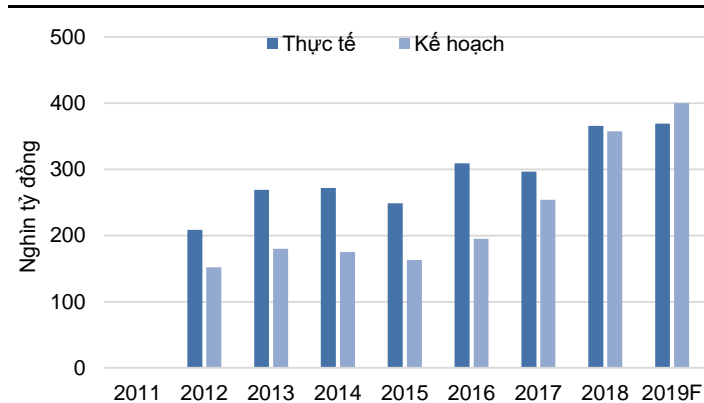
(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1462
vinh.cd@kisvn.vn
www.kisvn.vn

1. Đầu tư công cần những chính sách mạnh mẽ hơn

1.1. Ngân sách cho cơ sở hạ tầng giao thông tiếp tục tăng

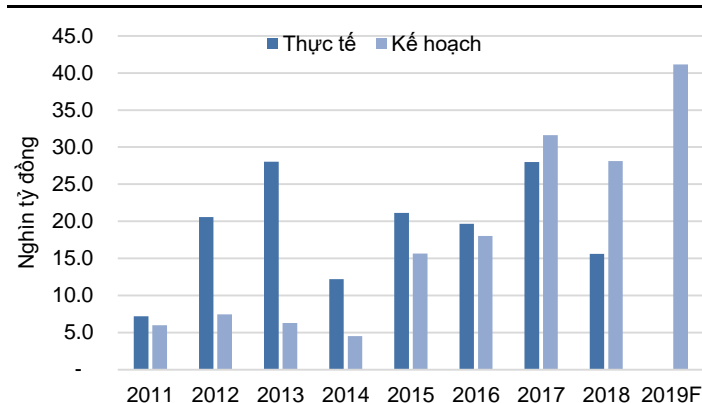
Tổng vốn đầu tư Nhà nước năm 2019 là 429.3 nghìn tỷ đồng, tăng 7.5% so với năm ngoái, trong đó, đáng chú ý là 41.2 nghìn tỷ đồng đã được phân bổ cho Bộ Giao thông vận tải (+47% n/n).

Hình 01. Đầu tư công từ ngân sách Nhà nước



Nguồn: Bộ Tài chính, Tổng cục Thống kê, KIS

Hình 02. Đầu tư công của Bộ GTVT



Nguồn: Bộ Tài chính, Tổng cục Thống kê, KIS

Một số dự án PPP ở khu vực miền Nam

Tên dự án	Vị trí	Loại hình đầu tư	Đơn vị tài trợ	Tổng mức đầu tư (nghìn tỷ đồng)
Tuyến đường trên cao số 1	HCM	BOT/BT	CII	12
Tuyến đường trên cao số 2	HCM	BOT/BT	n/a	16
Tuyến đường trên cao số 3	HCM	BOT/BT	n/a	11
Tuyến đường trên cao số 4	HCM	BOT/BT	n/a	15
Tuyến đường trên cao số 5	HCM	BOT/BT	CIPM Cửu Long, FECON	17
Đường vành đai 4 TP.HCM	HCM	PPP	n/a	50
Đường vành đai 3 TP.HCM	HCM	PPP	n/a	60
Tuyến Metro số 2	HCM	PPP	n/a	34
Tuyến Metro số 4	HCM	PPP	KEXIM, GS E&C, Mosmetrosoy	124
Tuyến Metro số 5	HCM	PPP	Giai đoạn 1: ADB, KFW, EIB. Giai đoạn 2: KOICA, Lotte E&C	93
Tuyến Metro số 6	HCM	ODA/PPP	n/a	28
Tuyến Monorail số 2	HCM	ODA/PPP	Chính quyền Thành phố Busan	16
Tuyến Monorail số 3	HCM	PPP	n/a	9
Tuyến xe điện mặt đất số 1	HCM	ODA/PPP	n/a	6
Tuyến đường trên cao kết nối sân bay Tân Sơn Nhất	HCM	PPP	n/a	4
Mở rộng Quốc lộ 22 (Đường xuyên Á)	HCM	ODA/PPP	n/a	13
Cầu Thủ Thiêm	HCM	BT	CTCP Đầu tư Địa ốc Đại Quang Minh	4
Khu đô thị mới Thủ Thiêm	HCM	PPP	n/a	10
Bình Triệu Giai đoạn 2	HCM	PPP	n/a	2
Khu liên hợp xử lý chất thải rắn	HCM	JV	n/a	1

Đường cao tốc Dầu Giây - Liên Khương	Miền Nam	PPP	Giai đoạn 1 BOT, giai đoạn 2 vay từ JICA	38
Đường cao tốc Nha Trang - Phan Thiết	Miền Nam	PPP	Nhà nước (10.5 nghìn tỷ), BOT (vốn tự có 1.7 nghìn tỷ, vay 6.8 nghìn tỷ)	18
Cầu Mỹ Thuận 2	Miền Nam	PPP	n/a	10
Mở rộng Quốc lộ 1 đoạn từ km1488 – km1525 qua tỉnh Khánh Hòa	Miền Nam	PPP	n/a	3
Tuyến đường Cần Thơ - Phụng Hiệp	Miền Nam	PPP	n/a	2
Tổng cộng				542

Nguồn: Bộ Công Thương, Bộ Tài chính, KIS

1.2. Nhưng vẫn cần những chính sách quyết liệt hơn

1.2.1 Nghị định mới thúc đẩy hợp tác khu vực Nhà nước – Tư nhân

Trước đây, việc tham gia vào các dự án PPP của khối đầu tư tư nhân và nước ngoài vẫn còn thấp do nhiều khó khăn như cam kết doanh thu, bảo lãnh nợ, tỷ giá hối đoái và thủ tục giấy tờ phức tạp từ Chính phủ Trung ương. Vào tháng 06/2018, Nghị định 63/2018/NĐ-CP về dự án PPP đã được ban hành thay thế cho Nghị định 15/2015. Nhìn chung, nghị định này tập trung vào việc phân quyền kiểm soát Nhà nước bằng cách trao quyền nhiều hơn cho chính quyền địa phương, đồng thời cũng khuyến khích đầu tư tư nhân trong các lĩnh vực giao thông, điện, tiện ích, y tế và giáo dục. Tuy nhiên, nghị định PPP vẫn còn để ngỏ những vấn đề quan trọng nhất như chưa tìm ra giải pháp để cân bằng lợi ích các bên và hạn chế xung đột giữa Chính phủ, nhà đầu tư và người dùng cuối.

Vấn đề	Nghị định 15/2015	Nghị định 63/2018/NĐ-CP
Hành chính		Cho phép chuyển đổi từ dự án đầu tư công sang dự án PPP. Chỉ cho phép chuyển nhượng dự án sau khi hoàn thành xây dựng. Thêm 1 chương riêng cho dự án BT Yêu cầu công bố thông tin hợp đồng dự án cho chính quyền và các bên tham gia dự án.
Vốn yêu cầu của chủ đầu tư	Thấp	Cao
Vốn Nhà nước	Bộ Kế hoạch và Đầu tư tổng hợp kế hoạch sử dụng vốn; huy động và phân bổ nguồn vốn cho các Bộ, ngành và Ủy ban Nhân dân cấp tỉnh.	Bộ, ngành, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh chủ động hình thành nguồn hỗ trợ chuẩn bị đầu tư dự án.
Thẩm quyền	Bộ, ngành và Ủy ban nhân dân cấp tỉnh chịu trách nhiệm về các hợp đồng dự án thuộc chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của mình.	Bộ, ngành và Ủy ban nhân dân cấp tỉnh và cơ quan nhà nước có thẩm quyền chịu trách nhiệm về các hợp đồng dự án thuộc chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của mình.

1.2.2 Về vấn đề thanh toán BT

Mặc dù Luật quản lý và sử dụng tài sản công 15/2017/QH14 có hiệu lực thi hành từ tháng 01/2018, thế nhưng hiện vẫn chưa có Nghị định mới nào về cơ chế thanh toán

bằng quỹ đất được ban hành để thay thế cho Quyết định 23/2015/QĐ-TTg đã hết hiệu lực. Vì vậy, căn cứ theo Công văn số 1248/VPCP-KTTH của Chính phủ và Công văn số 3515/BTC-QLCS của Bộ Tài chính, việc thanh toán cho các nhà đầu tư của các dự án BT hiện tại đã bị tạm dừng cho đến khi có quy định mới. Vào ngày 28/12/2018, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 160/NQ-CP cho phép tiếp tục thực hiện thanh toán các hợp đồng BT được ký trước ngày 01/01/2018. Các nhà phát triển BĐS hiện vẫn đang chờ một Nghị định mới quy định về thanh toán BT, dự kiến sẽ được ban hành trong năm nay nhằm thúc đẩy đầu tư cơ sở hạ tầng và cho phép các chủ đầu tư tiếp cận quỹ đất sạch.

1.2.3 Lãi suất hợp lệ và lãi suất thị trường

Theo Thông tư 75/2017/TT-BTC và Thông tư 30/2018/TT-BTC, lãi suất được sử dụng để tính toán các phương án tài chính của một dự án bị giới hạn ở mức 1.5 lần lãi suất trái phiếu Chính phủ có cùng kỳ hạn. Do đó, năm 2018, lãi suất hợp lệ tối đa là dưới 8% trong khi lãi suất vay trên thị trường là trên 9%. Kết quả là, nhiều dự án phải tạm ngưng trừ phi nhận được sự cơ chế riêng từ chính quyền.

Hình 03. Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm



Nguồn: Bloomberg, KIS

2. Khu vực FDI & tư nhân trong nước thúc đẩy xây dựng công nghiệp và thương mại

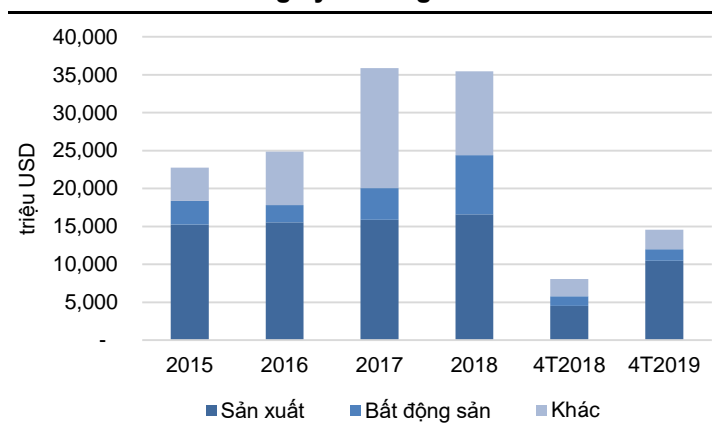
Trong những năm gần đây, khu vực tư nhân trong nước đóng vai trò ngày càng quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Cụ thể hơn, năm 2018, đầu tư từ khối tư nhân trong nước đã tăng 18.8% n/n và trở thành khu vực đầu tư lớn nhất cả nước. Ngay từ đầu năm 2016, Chính phủ đã xác định khu vực tư nhân là một trong những động lực tăng trưởng quan trọng mới của nền kinh tế. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đầu tư từ khu vực này sẽ tiếp tục bùng nổ trong trung và dài hạn.

Bên cạnh khu vực tư nhân trong nước, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) từ lâu đã và đang là nguồn tăng trưởng chính của Việt Nam. Năm 2017, vốn FDI đăng ký đã tăng 44%, đạt 35 tỷ USD, nhờ đầu tư vào ngành điện như nhà máy điện Nghi Sơn

2, nhà máy điện Nam Định 1, nhà máy điện Vân Phong 1 và mỏ khí lô B. Năm 2019, khi CPTPP có hiệu lực và cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung ngày càng căng thẳng, ngành sản xuất và chế biến sẽ có cơ hội thu hút đầu tư lớn từ cả khu vực FDI và tư nhân trong nước. Trong 4T2019, tổng vốn FDI đã đăng ký tăng 81% n/n, đáng chú ý, ngành sản xuất và chế biến tăng vọt 132% n/n.

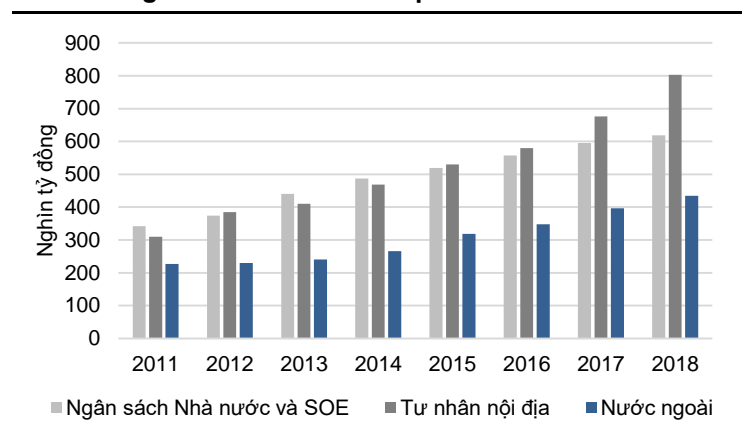
Tăng đầu tư vào ngành sản xuất và chế biến sẽ dẫn đến gia tăng nhu cầu xây dựng công nghiệp và cả xây dựng thương mại. Một số dự án tiềm năng trong năm 2019 là Foxconn, Meiko, Guizhou Advance, GoerTek, v.v.

Hình 04. Vốn FDI đăng ký theo ngành



Nguồn: Bộ Công thương, KIS

Hình 05. Nguồn vốn đầu tư ở Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê, KIS

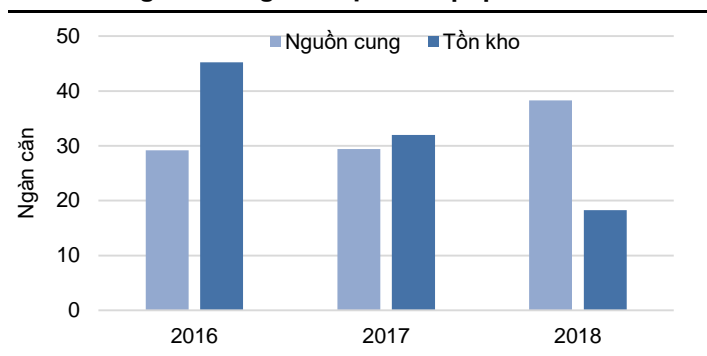
3. Nguồn cung nhà ở quyết định tăng trưởng thị trường

3.1. Nhu cầu gia tăng

Theo báo cáo của Savills Vietnam, năm 2018, nguồn cung sơ cấp của thị trường là 38,300 căn, tăng 30% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, nhu cầu tăng mạnh khiến hàng tồn kho giảm đáng kể 43% n/n xuống còn 18,300 căn. Về lâu dài, nhu cầu nhà ở sẽ tiếp tục tăng nhờ:

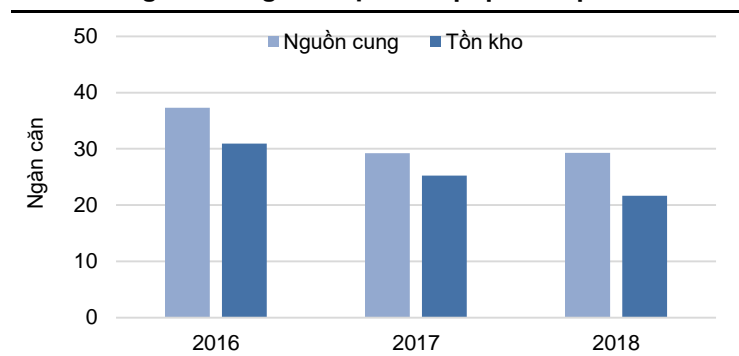
- Đất nước đang phát triển, tăng trưởng kinh tế và đô thị hóa mạnh mẽ
- Dân số trẻ và GDP bình quân đầu người dần được cải thiện
- Sự gia tăng đầu tư công vào cơ sở hạ tầng là cơ sở vững chắc cho sự phát triển mới của khu vực lân cận.

Hình 06. Nguồn cung sơ cấp căn hộ tại TP.HCM



Nguồn: Savills, KIS

Hình 07. Nguồn cung sơ cấp căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: Savills, KIS

Ngoài ra, dịch vụ tài chính ngày càng cải thiện cũng cung cấp cho khách hàng các giải pháp vay thế chấp mua nhà tốt hơn.

Thời hạn vay	Ngân hàng
Lên tới 35 năm	TCB
Lên tới 25 năm	HSBC, STB
Lên tới 20 năm	VCB, BIDV, CTG, EIB, Shinhan Bank
Lên tới 15 năm	ACB, BBB

3.2. Nhưng nguồn cung ngắn hạn bị hạn chế do vướng mắc thủ tục pháp lý

3.2.1 Khó khăn trong việc chuyển đổi đất

Thông thường, phần lớn đất dành cho các dự án bất động sản nhà ở có nguồn gốc từ đất nông nghiệp và đất công. Do đó, sau khi văn bản số 805/BXD-QLN của Bộ Xây dựng và văn bản số 1153/VPCP-CN của Chính phủ vào tháng 10/2017 chỉ thị chủ đầu tư chỉ có thể chuyển đổi mục đích sử dụng đất nông nghiệp sang đất ở khi đất nằm trong Quy hoạch tổng thể hoặc nhận được sự chấp thuận của chính quyền địa phương, vì thế, tiến độ nhiều dự án nhà ở đã bị trì hoãn. Đặc biệt, liên quan đến đất công, khúc mắc còn nghiêm trọng hơn do tác động của Luật quản lý và sử dụng tài sản công 15/2017/QH14 trong việc tính giá quyền sử dụng đất.

Khi Chính phủ siết chặt vấn đề chuyển đổi đất, các nhà phát triển dự án không thể nhận được sổ đỏ của các khu đất, vốn là điều kiện bắt buộc để triển khai bán hàng, dẫn đến phải trì hoãn các dự án.

3.2.2 Không cấp phép dự án khu dân cư tại các quận trung tâm

Vào ngày 14/11/2018, Ủy ban Nhân dân TP.HCM đã ban hành quyết định 5086/QĐ-UBND về chương trình phát triển nhà ở giai đoạn 2016-2025 nhằm hạn chế phát triển các dự án nhà ở tại các khu trung tâm và nội đô TP.HCM. Chẳng hạn, ở quận 1 và 3 sẽ không được cấp phép dự án khu dân cư mới cho đến năm 2020.

3.2.3 Huy động vốn từ ngân hàng khó khăn hơn

Theo Thông tư số 19/2017/TT-NHNN do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) ban hành, kể từ ngày 01/01/2019, các ngân hàng được phép sử dụng tối đa 40% vốn ngắn hạn của mình cho các khoản vay trung và dài hạn, giảm 5% so với trước đây (45%). Vì các khoản vay liên quan đến bất động sản là trung và dài hạn, cả nhà phát triển dự án và người mua nhà sẽ gặp khó khăn trong trước mắt.

4. Yếu tố rủi ro

4.1. Sửa đổi thủ tục

Hiện nay, vấn đề lớn nhất đối với thị trường bất động sản nhà ở là ở khâu chuyển đổi mục đích sử dụng đất từ đất nông nghiệp và đất công sang đất ở. Và không có cơ sở để dự đoán được khi nào việc sửa đổi sẽ xong.

4.2. Thảm họa thiên nhiên

Dựa trên tình hình cạnh tranh gay gắt và tình trạng dư cung của thị trường nguyên liệu trong nước, giá vật liệu xây dựng có thể sẽ ổn định trong năm 2019. Tuy nhiên, một số yếu tố bên ngoài bất ngờ như thiếu nguồn cung quặng sắt vì sự cố vỡ đập ở Brazil có thể dẫn đến giá nguyên vật liệu gia tăng đáng kể, làm thu hẹp biên lợi nhuận của các công ty xây dựng.

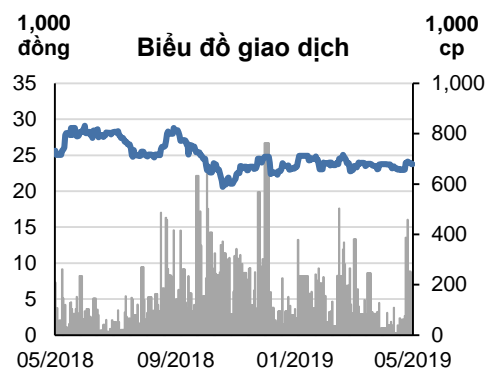
5. Cổ phiếu khuyến nghị: PC1

Cổ phiếu

PC1 Sản xuất điện cải thiện chất lượng lợi nhuận

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	23,650
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	29,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	25%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	25%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-5%	0%	-1%	-6%
Tương đối	-14%	0%	-2%	-10%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê

31-May-19

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	20.6k-29.1k
SL lưu hành (triệu cp)	133
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,140
Vốn hóa (triệu USD)	134
% khối ngoại sở hữu	38.7%
SL cp tự do (triệu cp)	75.5
KLGD TB 3 tháng (cp)	126,849
VND/USD	23,418
Index: VNIndex/HNX	973/105

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

31-May-19

Chủ tịch và người liên quan	17.7%
Dragon Capital	15.8%

Quan điểm đầu tư:

- **Khối lượng công việc lớn từ mảng xây lắp điện.** Ở mảng xây lắp điện, cuối năm 2018, tổng khối lượng backlog tăng 118% n/n đạt 2,700 tỷ đồng, là cơ sở để công ty đặt mục tiêu 3,214 tỷ đồng doanh thu vào năm 2019. Trong mảng cột thép, cuối năm 2018, tổng backlog tăng 130% đạt 1,100 tỷ đồng; doanh thu mục tiêu 2019 là 1,149 tỷ đồng. Dựa trên bề dày kinh nghiệm, chuyên môn cao về kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và tình hình tài chính lành mạnh, PCC1 đang duy trì vị thế dẫn đầu trong ngành.
- **Sản xuất điện cải thiện chất lượng lợi nhuận.** Đầu tư lớn vào sản xuất điện có thể đảm bảo lợi nhuận ổn định cho PC1. Năm 2018, lợi nhuận gộp của mảng thủy điện chiếm 40% tổng lợi nhuận gộp. Trong những năm tiếp theo, PCC1 sẽ tiếp tục đầu tư vào năng lượng tái tạo bao gồm thủy điện, điện mặt trời và điện gió. Doanh thu từ mảng này được dự phóng sẽ tăng 27% n/n vào năm 2020 nhờ sự ra mắt của nhà máy thủy điện Bảo Lạc B và nhà máy điện mặt trời Trung Thu.
- **Đóng góp khiêm tốn từ mảng bất động sản.** Năm 2019, PC1 sẽ chỉ thu được 175 tỷ đồng từ phần còn lại của Mỹ Đình 2, giảm 82% n/n, do dự án Thanh Xuân bị trì hoãn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dự án này có thể giúp PC1 ghi nhận 895 tỷ đồng doanh thu vào năm 2020. Năm 2021 và 2022, PC1 có kế hoạch đầu tư vào dự án PCC1 Vĩnh Hưng và dự án PCC1 Thăng Long.
- Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của PC1 sẽ đạt 5,549 tỷ đồng và 332 tỷ đồng. EPS là 1,900 đồng.

Rủi ro:

- **Tình hình tài chính của Tổng công ty Điện lực Việt Nam (EVN).** Hiện tất cả các dự án truyền tải điện đều được thực hiện bởi EVN. Chỉ có mảng phát điện được tư nhân hóa trong khi mảng phân phối điện vẫn thuộc về EVN. Giá bán lẻ chỉ có thể được điều chỉnh sau khi Chính phủ phê duyệt. Do đó, EVN không thể kiểm soát tình hình tài chính của mình, điều này gây ảnh hưởng đến việc giải ngân đầu tư truyền tải.

Khuyến nghị:

- Mặc dù lợi nhuận tạm thời giảm trong năm 2019 do thiếu bàn giao căn hộ, triển vọng dài hạn của PC1 rất hấp dẫn nhờ sự ổn định của mảng điện tái tạo và sự tăng trưởng của mảng xây lắp điện.
- Sử dụng phương pháp Tổng các giá trị thành phần, chúng tôi định giá cổ phiếu PC1 ở mức **29,600 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận dự kiến là **25%**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	3,008	3,161	5,084	5,549	6,219
Tăng trưởng (%)	-3%	5%	61%	9%	12%
Xây lắp điện	1,815	1,700	1,731	2,893	2,828
Sản xuất CN	517	376	499	1,034	919
Sản xuất điện	-	9	279	574	708
Bất động sản	472	17	970	197	913
Khác	195	790	1,327	851	851
GVHB	2,482	2,679	4,219	4,800	5,252
Biên LN gộp (%)	26%	23%	21%	13.5%	15.5%
Chi phí BH & QLDN	129	126	208	281	314
EBITDA	433	470	812	636	838
Biên lợi nhuận (%)	14%	15%	16%	11%	13%
Khấu hao	36	115	154	169	186
Lợi nhuận từ HĐKD	397	355	657	467	652
Biên LN HĐKD (%)	13%	11%	13%	8%	10%
Chi phí lãi vay ròng	8	86	122	125	186
% so với nợ ròng	3%	9%	10%	8%	8%
Khả năng trả lãi vay (x)	50.2	4.1	5.4	3.7	3.5
Lãi/lỗ khác	11	34	44	44	44
Thuế	96	47	88	55	76
Thuế suất hiệu dụng (%)	24%	15%	15%	14%	15%
Lợi nhuận ròng	305	256	491	332	435
Biên lợi nhuận (%)	10%	8%	10%	6%	7%
Lợi ích CĐ thiểu số	0	20	20	26	28
LN cho công ty mẹ	305	237	472	306	406
Số lượng CP (triệu)	75	115	133	133	133
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,544	1,436	2,954	1,916	2,543
Tăng EPS (%)	34%	-44%	106%	-35%	33%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	82	504	172	93	134
Capex	993	821	531	1,362	1,155
Dòng tiền khác	404	42	-16	-	-
Dòng tiền tự do	-1,138	-995	-41	-954	-669
Phát hành cổ phiếu	414	519	17	-	-
Cổ tức	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	724	476	25	954	669
Nợ ròng cuối năm	677	1,154	1,178	2,132	2,801
Giá trị doanh nghiệp	3,861	4,357	4,401	5,467	6,164
Tổng VCSH	2,814	3,543	3,971	4,252	4,618
Lợi ích cổ đông thiểu số	130	150	169	195	223
VCSH	2,684	3,393	3,802	4,057	4,394
Giá trị sổ sách/cp (VND)	35,663	29,392	28,638	30,554	33,097
Nợ ròng / VCSH (%)	24%	33%	30%	50%	61%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.56	2.45	1.45	3.35	3.34
Tổng tài sản	6,214	7,694	8,351	9,636	10,739

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%)	13.1%	7.8%	13.1%	7.8%	9.6%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	4.9%	3.3%	5.9%	3.4%	4.0%
ROIC (%)	11.3%	7.9%	12.0%	7.5%	8.4%
WACC (%)	12.5%	13.2%	13.5%	12.0%	11.6%
PER (x)	9.0	16.0	7.8	12.3	9.3
PBR (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
PSR (x)	1.0	1.0	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	8.9	9.3	5.4	8.6	7.4
EV/Sales (x)	1.3	1.4	0.9	1.0	1.0
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, TNR Tower

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.